

学校编码: 10384
学号: 17920121150645

分类号____密级____
UDC____



厦门大学

硕士学位论文

REITs 在我国商业地产的应用研究

The Research on Application of REITs in commercial real
estate in China

董寿君

指导教师姓名: 王志强 教授

专业 名称: 工商管理

论文提交日期: 2015 年 7 月

论文答辩日期: 2015 年 8 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2015 年 7 月

在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为

（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

另外，该学位论文为

()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人（签名）:

2015 年 7 月 8 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

- () 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。
- () 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：_____

2015 年 7 月 8 日

摘 要

本文在回顾房地产投资信托基金（REITs）相关理论的基础上，探讨房地产投资信托基金（REITs）应用于商业地产的影响因素、必要性与可行性；在此基础上，设计出商业地产发展投资信托基金（REITs）的模式、方法与实现路径，从而为促进我国商业地产投资信托基金（REITs）的健康发展提供理论基础和实践参考。

本文主要由六章构成，第一章为绪论，主要说明本文研究的背景与目的、研究意义、研究内容、技术路线以及研究方法等。第二章为不动产投资信托基金的相关理论分析，包括不动产投资信托基金的含义、内容和商业地产投资信托基金（REITs）的理论基础。第三章为我国商业地产 REITs 发展的可行性因素分析。第四章为国外商业地产 REITs 发展的经验借鉴与启示。第五章为我国商业地产 REITs 发展的模式与实施机制。第六章为结论与展望，总结本文的研究结论，说明研究限制与对进一步研究的展望。

本文研究认为，要系统地推进我国商业地产 REITs 的健康发展，核心是要明确我国商业地产 REITs 的发行模式。基于当前我国商业地产发展的实际融资需求和当前我国相关的法律法规特征，并结合当前已经呈现的商业地产 REITs 产品类型，我国商业地产 REITs 的发行模式主要包括三类：一是商业地产的标准 REITs 发行模式；二是商业地产的准（类）REITs 发行模式；三是商业地产专项资产管理计划发行模式。我国商业地产投资信托基金（REITs）的发展，在发行融资模式上，要形成科学的发展策略，具体包括：第一，构建合理的基础资产和稳定的现金流；第二，建立多种渠道的商业地产 REITs 增信体系；第三，扩大主体范围，增强商业地产 REITs 产品流动性。在此基础上，还要构建我国商业地产投资信托基金（REITs）的实施保障机制，具体体现为：第一，完善法律法规，为商业地产投资信托基金（REITs）的运营提供法律保障；第二，加强 REITs 组织建设，大力培育机构投资者市场；第三，强化人才培养，为商业地产投资信托基金（REITs）的发展提供人力保障。

关键词：商业地产、不动产证券化、投资信托基金

Abstract

Based on the review of real estate investment trusts (REITs) related theory to explore real estate investment trusts (REITs) applies factors, the necessity and feasibility of commercial real estate; On this basis, the design of commercial real estate development investment trusts Fund (REITs) of models, methods and implementation of the path, which provides the theoretical basis and practical reference for the promotion of commercial real estate investment trusts (REITs) in the healthy development. This paper mainly composed by six chapters, the first chapter, explained the background and purpose, significance, research, technology and research methods course. The second chapter is theoretical analysis, including real estate investment trusts meaning, content, and commercial real estate investment trusts (REITs) theoretical basis. The third chapter analyzes the feasibility of the factors of the development of commercial real estate REITs. Chapter IV Experience and Implications for foreign commercial real estate REITs development. Chapter V as a model of commercial real estate development and implementation of mechanisms for REITs. The sixth chapter is the conclusion and prospect. Based on the contents of this section of this paper summarizes the conclusions of this study; On this basis, this study illustrate limitations and prospects for further research.

This paper studies suggest that, to systematically promote the healthy development of China's commercial real estate REITs, it is crucial to clear the issuance of commercial real estate REITs mode. Based on the actual financing needs of the current development of commercial real estate and related laws and regulations current features of, and has been presented with the current commercial real estate REITs product type, of the commercial real estate REITs distribution model includes three categories: First commercial real estate criteria REITs distribution model; the second is a commercial real estate associate (class) REITs distribution model; the third is commercial real estate asset management plans to issue a special mode. Development of commercial real estate investment trusts (REITs), and in the issue of financing mode, to a scientific development strategy, including: first, to build a

reasonable base of assets and stable cash flow; and second, to establish multiple channels Commercial real estate REITs to increase trust system; and third, to expand the scope of the subject, to enhance the commercial real estate REITs product mobility. On this basis, but also to build China's commercial real estate investment trusts (REITs) in the implementation of the safeguard mechanism, embodied as follows: First, improve laws and regulations to provide legal protection for commercial real estate investment trusts (REITs) operations; second , strengthen REITS construction, cultivate institution invest market; and thirdly, strengthening personnel training, to provide human security for development of commercial real estate investment trusts (REITs).

Key words: commercial real estate,real estate securities,Investment Trust

目 录

摘 要.....	I
Abstract.....	II
1 绪 论.....	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的与意义	3
1.2.1 研究目的.....	3
1.2.2 研究意义.....	3
1.3 国内外研究现状	4
1.3.1 国外研究现状.....	4
1.3.2 国内研究现状.....	5
1.4 研究内容与框架	7
1.4.1 研究内容.....	7
1.4.2 研究框架.....	8
1.5 研究方法	8
2 REITs 的相关理论概述	10
2.1 不动产证券化	10
2.1.1 不动产证券化的定义.....	10
2.1.1 不动产证券化的目的.....	10
2.2 不动产投资信托基金（REITs）	11
2.2.1 不动产投资信托基金的定义.....	11
2.2.2 不动产投资信托基金的发展历程.....	11
2.2.3 不动产投资信托基金的基本类型.....	13
2.3 商业地产资产证券化与发展 REITs 的意义	14
2.3.1 商业地产的持续化经营需要资产证券化的有力支持.....	15
2.3.2 REITs 代表了商业地产证券化与融资发展的主流方向	17
2.4 本章小结	19
3 我国发展商业地产 REITs 的可行性分析	20
3.1 市场环境可行性	20
3.1.1 宏观经济发展水平.....	20
3.1.2 证券市场发展状况.....	21
3.1.3 房地产市场景气指数.....	22
3.2 REITs 产品可行性.....	23
3.2.1 REITs 市场信息的完备性和透明度.....	23

3.2.2 商业地产投资信托基金 (REITs) 的报酬率	24
3.2.3 商业地产投资信托基金 (REITs) 的风险分散性	25
3.2.4 商业地产投资信托基金 (REITs) 的流通性	26
3.2.5 商业地产投资信托基金 (REITs) 的安全性	27
3.3 投资者可行性	28
3.3.1 一般投资者属性	28
3.3.2 法人投资者属性	28
3.4 商业地产持有者的风险考量可行性	29
3.4.1 资金募集风险	29
3.4.2 委托成本风险	30
3.4.3 开发风险	30
3.5 本章小结	31
4 国外商业地产 REITs 发展的经验借鉴与启示	32
4.1 美国的不动产投资信托制度	32
4.1.1 美国不动产投资信托基金的发展现状	32
4.1.2 不动产投资信托基金在美国商业地产中的应用	34
4.2 日本的不动产投资信托制度	35
4.2.1 日本不动产投资信托的法制演进与发展现状	35
4.2.2 不动产投资信托基金在日本商业地产中的应用	36
4.3 国外经验对我国发展商业地产 REITs 的经验启示	37
4.3.1 商业地产 REITs 的发展离不开立法的高度支持	37
4.3.2 设计科学完善的商业地产 REITs 管理架构	37
4.3.3 合理的税收优惠有助于商业地产 REITs 的持续发展	38
4.4 本章小结	39
5 我国商业地产 REITs 发展的模式与实施机制	40
5.1 我国商业地产 REITs 的发行模式与发展趋势	40
5.1.1 商业地产 REITs 的发行模式	40
5.1.2 商业地产 REITs 的发展趋势	47
5.2 我国商业地产 REITs 的发展策略	49
5.2.1 建构合理的基础资产和稳定的现金流	49
5.2.2 建立多种渠道的商业地产 REITs 增信体系	50
5.2.3 扩大主体范围, 增强商业地产 REITs 产品的流动性	51
5.3 我国商业地产 REITs 实施保障机制	52
5.3.1 完善法律法规, 为 REITs 的运营提供法律保障	52
5.3.2 加强 REITs 组织建设, 大力培育机构投资者市场	52
5.3.3 强化人才培养, 为 REITs 的发展提供人力保障	53
5.4 本章小结	53
6 结论与展望	54

6.1 研究结论	54
6.2 进一步研究的展望	55
参考文献	56
致 谢	60

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

Abstract.....	I
Chapter 1 Introduction.....	错误！未定义书签。
1.1 Research Background	1
1.2 Research Purpose And Significance	1
1.2.1 Research Purpose	3
1.2.2 Research Significance	3
1.3 Present Situation Of China And Abroad.....	4
1.3.1 Present Situation From Abroad	4
1.3.2 Present Situation In China.....	5
1.4 Research Contents And Framework	7
1.4.1 Research Contents.....	7
1.4.2 Research Framework.....	8
1.5 Research Method.....	8
Chapter 2 REITS Summary Of The Theory	10
2.1 Real Estate Securitization.....	10
2.1.1 Dedinition Of Real Estate Securitization	10
2.1.1 Purpose Of Real Estate Securitization	10
2.2 REITs.....	11
2.2.1 REITS Dedinition	11
2.2.2 REITS Development Process.....	11
2.2.3 REITS Basic Type.....	13
2.3 Significance commercial real estate asset securitization and the development RETIs.....	14
2.3.1 continuous operation of commercial real estate asset securitization needs strong support.....	15
2.3.2 REITs represent the mainstream of commercial real estate securitization and financing development.....	17
2.4 Summary Of This Chapter.....	19
Chapter 3 Feasibility Analysis Of Factor Of Commercial REITS In China.....	20
3.1 Market Environment Factor	20
3.1.1 Macro Economic Development Level.....	20

3.1.2 Development Of Securities Market.....	21
3.1.3 Real Estate Market Index	22
3.2 REITS Product Factor.....	23
3.2.1 Completeness And Transparency Of Market Information.....	23
3.2.1 Payback Of Commercial REITS	23
3.2.3 Risk Dispersion Of Commercial REITS	25
3.2.4 Liquidity Of Commercial REITS.....	27
3.2.5 Security Of Commercial REITS	28
3.3 Investor Attribute	29
3.3.1 Normal Investor Attribute	29
3.3.2 Institutional Investor Attribute	30
3.4 Risk Factor Of Commercial Real Estate Holder	30
3.4.1 Fund Raising Risk	31
3.4.2 Commissioned By The Cost Risk	32
3.4.3 Development Of Risk.....	32
3.5 Summary Of This Chapter.....	33
Chapter 4 Experience Of Commercial REITS In Foreign Countries	34
4.1 System Of REITS In USA	34
4.1.1 Evolution Of REITS In USA	34
4.1.2 Development Situation Of REITS In USA	36
4.2 System Of REITS In Japan	37
4.2.1 Evolution And Development Situation Of REITS In Japan.....	37
4.2.2 Application Of Commercial REITS In Japan	38
4.3 Experience of foreign experience to the development of commercial real estate REITs revelation	39
4.3.1 Development of commercial real estate REITs legislation is inseparable from the height of support	39
4.3.2 Design of commercial real estate REITs scientifically sound management structure	39
4.3.3 reasonable tax concessions to help the continued development of commercial real estate REITs	40
4.4 Summary Of This Chapter	41
Chapter 5 Development Model And Scheme In China Commercial REITS	41
5.1 Distribution model with the development trend of China's commercial real estate REITs	42
5.1.1 Commercial real estate REITs distribution model	42
5.1.2 Development Trend of commercial real estate REITs.....	50
5.2 China's commercial real estate development strategy REITs	52

5.2.1 build a reasonable base of assets and stable cash flow	52
5.2.2 establish multiple channels of commercial real estate REITs increase trust system	53
5.2.3 Subject expand the scope of products to enhance the commercial real estate liquidity of REITs	54
5.3 Security System In China Commercial REITS	55
5.3.1 Improve law To Provide Security Of Operate	55
5.3.2 Strengthen REITS Construction, Cultivate Institution Invest Market	55
5.3.3 Strengthen Talent Cultivate, Do Talent Security System	56
5.4 Summary Of This Chapter	56
Chapter 6 Conclusion And Prospection	57
6.1 Research Conclusion	57
6.2 Further Research Conclusion	57
Reference Documentation	58
Thanks	62

1 绪论

1.1 研究背景

由于不动产本身具有不可移动、异质性、价格昂贵的特性，与其他的投资工具相比，不动产投资需要大量的专业知识，投入大量的时间、资金，且必须承担巨大的投资风险，造成传统的不动产投资面临着极大的困境，于是有将传统的不动产投资由固定的资产形式转变为证券形态的概念，由此，不动产证券化（Real Estate Securitization）产生。Lowy（2005）认为不动产投资信托（REITs）相较于传统方式投资不动产，其优势主要在于：第一，不动产投资信托（REITs）可在公开市场直接发售，具有较高的流动性；第二，不动产投资信托（REITs）能够有效地分散不动产投资风险；第三，不动产投资信托（REITs）收益相对稳定，具有很好的投资价值；第四，不动产投资信托（REITs）专业经营与股东权益相分离，能够有效降低投资风险。正是因为不动产投资信托（REITs）的上述优势，REITs 目前已经在房地产市场得到广泛应用，为房地产市场的融资运作提供了有效的支持和帮助。

中国房地产市场经历近十年的高速发展，2013 年下半年起进入缓慢发展阶段，房地产市场进入下行周期已成为行业内共识，成为未来房地产市场“新常态”。回顾美国和香港房地产市场发展历程，当住宅市场进入下行周期后，商业地产因具有持续稳定的租金收入和资产保值增值功能，往往成为房地产开发商转型发展方向。目前铁狮门、西蒙、凯德、新鸿基等国外优秀地产商大都已从传统住宅开发成功转型为商业地产运营服务商。从近年来国内开发商来情况看，万达、绿地等专业商业地产开发商通过上市迅速发展壮大，继续扩大在商业地产市场的领先地位；同时原本主营房地产住宅市场的众多开发商也都加快了商业地产的投资与布局。2014 年国内住宅开发龙头万科地产正式提出从房地产开发商转型城市运营服务商，未来商业地产将成为投资开发重点，金地、招商、华润等众多一线地产开发商已都纷纷成立专门的商业地产公司，重点布局商业地产投资与开发。因此，在中国房地产市场整体进入下行周期的“新常态”下，商业地产必将成为未来房地产市场投资与开发重点。尽管未来的电子商务发展对商业地产产生了一定的影响，但国内商业地产已经开始在积极转型并取得初步成效，比如，万达从

万达广场的纯出租商业地产模式向万达文化旅游城的文化旅游商业地产转型；银泰百货开始与天猫进行战略合作，构建线上线下的一体化协同运营平台。

商业地产的开发需要大量的资金，面临着大量的融资需求。然而，基于当前我国的金融市场现状和银行业的发展体制，房地产开放融资的渠道比较单一，其他的房地产融资渠道如房地产基金、房地产信贷、股权融资、海外融资等，受制于政策或其他方面的限制，其发展速度和规模都很小。为此，当前国内商业地产开发大都采用传统住宅市场滚动开发销售或“租售并举”的重资产模式。滚动开发销售模式虽然通过分割出售能够快速回笼现金流，但却无法享受未来物业增值带来的收益；“以售养租”模式虽然通过分割销售部分物业实现现金流的快速回笼，并保留部分物业用做自持，但该模式无法保持物业整体的完整性和管理的统一性，同时自持物业需要大量自有资本投入，加大了公司资金压力，降低了公司整体资产收益率。从国外成熟商业地产市场发展经验以及中国商业地产长远发展来看，依赖大量自有资本投入和快速销售滚动开发的“重资产”模式已经无法适应商业地产发展需要，依赖资本运作和商业运营能力获取商业地产全价值链的“轻资产”模式成为中国商业地产发展必然趋势。国内万达、万科、世茂等众多一线地产商均已提出“轻资产”战略，试图通过管理模式变革和金融创新，由传统地产开发重资产模式，转变成地产与金融结合的轻资产模式。轻资产模式的优势在于将项目变现获得充足现金流的同时，又不失去对项目的控制权。而传统信贷融资由于期限以及抵押率原因，无法适应轻资产模式，从美国、日本、新加坡等国外成熟经验来看，唯有房地产信托投资基金（REITs）能够满足商业地产轻资产发展模式需要。相对于美国、日本、新加坡等发达国家经过多年发展已形成成熟 REITs 市场，国内房地产信托投资基金（REITs）尚处于发展探索阶段。虽然 2013 年越秀地产、开元地产等地产商在香港境外市场成功发行 REITs，但都是运用境外市场操作。2014 年“中信起航”准 REITs 产品推出为中国 REITs 发展做出了有益探索。但在我国商业地产发展的过程中，如何构建系统性的商业地产 REITs 模式，还有待进一步的探索与研究。

1.2 研究目的与意义

1.2.1 研究目的

在商业地产运作上,商业地产的规模决定了开发商要具备相当的资金运作能力,除了需要开发商自有资金投入外,还需利用外部融资平台,目前开发商主要通过银行、信托等金融机构进行融资,虽然能够在一定程度上缓解商业地产开发商的资金压力,但仍无法从根本上解决商业地产开发及持有过程中的资金问题,融资问题仍然是制约目前国内商业地产发展的重要原因。因此要促进中国商业地产的健康长远发展,有必要将国外发展成熟的房地产投资信托基金(REITs)模式引入国内,建立系统有效的商业地产投融资模式和良性退出机制。

本文的研究,正是基于上述背景,在回顾房地产投资信托基金(REITs)相关理论的基础上,探讨房地产投资信托基金(REITs)应用于商业地产的影响因素、必要性与可行性;在此基础上,设计出商业地产发展投资信托基金(REITs)的模式、方法与实现路径,从而为促进商业地产投资信托基金(REITs)的健康发展提供理论基础和实践参考。

1.2.2 研究意义

本文的研究意义,主要体现为理论意义和实践意义两个层面,具体分析如下:

(1) 理论意义:在理论上,尽管房地产投资信托基金(REITs)的研究已经取得了比较丰富的研究成果,但其研究背景都是针对成熟的西方金融投资市场而展开的,其研究成果也主要应用于发达的资本市场;对中国房地产投资信托基金(REITs)的研究,目前的成果还不多,其研究成果还缺乏系统性;同时,专门针对商业地产的房地产投资信托基金(REITs)模式研究,目前的成果还比较少,有待从理论上构建起科学、完整的商业地产投资信托基金(REITs)发展模式的研究框架。因此,本文的研究,进一步丰富和拓展了房地产投资信托基金(REITs)的研究领域和研究成果,也对商业地产如何通过房地产投资信托基金(REITs)形成科学的融资模式提供了理论基础。

(2) 实践意义:笔者从事房地产投融资工作多年,在工作过程中一直在思

考什么才是适合中国国情的商业地产融资模式。经过多年的研究实践，笔者认为 REITs 模式就是现时中国商业地产最好的融资解决方案。这一模式也得到了国家政策支持，国务院办公厅于 2008 年 12 月 8 日颁布的《关于当前金融促进经济发展的若干意见》明确指出，我国的房地产市场要“开展房地产信托投资基金试点，拓宽房地产企业融资渠道”来促进我国房地产市场的健康发展。因此，本文的研究成果，在当前我国房地产市场尤其是商业地产进入到中低速发展的“新常态”背景下，如何构建科学的房地产投资信托基金（REITs）来解决商业地产的融资难问题提供了具体的解决方案，具有重要的实践价值。

1.3 国内外研究现状

国外不动产证券化推动已久，研究面向相当广泛，从制度、法令、组织架构、经济规模、评价、投资组合、股利政策、投资绩效、财务预测，都有相当丰富的研究成果，但我国不动产证券化制度刚刚起步，相关文献并不多，尤其是专门针对商业地产 REITs 的研究成果还相对较少。

1.3.1 国外研究现状

国外不动产证券化制度历史悠久，回顾国外文献对于 REITs 的研究，大多从 REIT 的投资报酬、风险、流通性、投资组合、预测能力、规模大小等课题切入，分析不动产投资信托（REITs）所产生的相关课题。

Hendershott & Sanders (2000) 对不动产投资信托基金（REITs）的风险与不动产投资信托基金（REITs）的报酬关系进行了研究，其结果表明：不动产投资信托基金（REITs）的投资风险相对于股票等其他投资而言相对较低，其风险主要体现为通货膨胀对不动产投资信托基金（REITs）报酬的影响。Giliberto (2007) 的研究结果表明：不动产投资信托基金（REITs）的绩效会受到众多的市场因素的影响，并且不动产投资信托基金（REITs）的绩效水平与不动产投资信托基金（REITs）背后的不动产的市场价值密切相关。Li & Wang (2009) 对证券市场与不动产投资信托基金（REITs）报酬率的关系进行了实证研究，其结果表明，证券市场的发展状况与不动产投资信托基金（REITs）的报酬率呈现出显著的正相关关系，即证券市场的发展状况越好，则不动产投资信托基金（REITs）的报酬

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.